

Reżim kursowy a kryzysy walutowe – czy możliwy jest kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego?

Olga Szczepańska, Paulina Sotomska-Krzysztofik

Wprowadzenie

Kryzysy walutowe, które wydarzyły się w ostatnim dziesięcioleciu, dotknęły kraje prowadzące politykę makroekonomiczną opartą na kursie stałym lub silnie stabilizowanym – Meksyk (1994), Czechy (1997), kraje azjatyckie (1997–1998), Rosję (1998), Brazylię (1999), Turcję (2001) i wreszcie Argentynę (2002). Dlatego na tle tych doświadczeń niejednokrotnie zadawano sobie pytanie o to, czy wybór reżimu kursowego może determinować podatność danej waluty na kryzys, a zatem pośrednio wpływać na stabilność całego systemu gospodarczego w danym kraju. Idąc dalej tym tropem, należy zadać pytanie, czy płynny reżim kursowy może chronić gospodarkę przed kryzysem walutowym i czy w warunkach kursu płynnego kryzys walutowy jest w ogóle możliwy.

Aby odpowiedzieć na to pytanie, należałoby jednak na wstępie dokonać krótkiego przeglądu teorii na temat kryzysów walutowych oraz uściślić pojęcia dotyczące tego zjawiska. Następnie warto przeanalizować ewolucję polityki kursowej na świecie w ostatnich latach, aby na tej podstawie móc sformułować wnioski.

Definicje kryzysu walutowego

Powszechnie kryzys walutowy rozumiany jest jako znaczący i nagły spadek nominalnej wartości kursu danej

waluty w stosunku do głównych walut światowych, np. USD i EUR. Jednak nie każde osłabienie kursu jest równoznaczne z wystąpieniem kryzysu. Dlatego, aby uniknąć subiektywnej oceny zjawiska, poniżej przedstawiono definicje najczęściej stosowane w literaturze przedmiotu.

1. Definicja sporządzona przez J. Frenkela i A. Rose'a w publikacji pt. *Currency crashes in emerging markets: empirical indicators* (NBER, 1996) i często cytowana w opracowaniach Międzynarodowego Funduszu Walutowego mówi, że **kryzys walutowy** ma miejsce, gdy w ciągu roku nastąpi 25-procentowa deprecjacja nominalnego kursu waluty i stopa deprecjacji będzie wyższa o 10% w stosunku do poprzedniego roku. Ostatni warunek podany jest w celu uniknięcia określania kryzysem walutowym deprecjacji, która wynika z wysokiego poziomu inflacji w danym kraju.

2. Podobnie skonstruowana jest definicja zaproponowana przez K. Osbanda i C. van Rijckeghem w publikacji pt. *Safety from currency crashes* (IMF Working Paper, 2000). Autorzy zdefiniowali **kryzys walutowy** jako sytuację, gdy spełnione są jednocześnie oba poniższe warunki:

- miesięczna deprecjacja waluty przekroczy 10%,
- miesięczna deprecjacja waluty przekroczy średnią miesięczną deprecjację od 14. do 3. miesiąca przed wystąpieniem kryzysu plus podwójne odchylenie standardowe w okresie od 26. do 3. miesiąca przed wystąpieniem kryzysu.

3. W literaturze spotyka się również definicje, które w celu scharakteryzowania kryzysu walutowego próbują uchwycić więcej zmiennych niż tylko poziom kursu. B. Eichengreen, K. Rose i Ch. Wyplosz w opracowaniu pt. *Contagious Currency Crises* (1997) zaproponowali budowę indeksu, mającego wskazywać na wystąpienie kryzysu. Indeks ten obejmuje trzy zmienne i skonstruowany jest jako średnia ważona zmian (1) kursu walutowego, (2) rezerw zagranicznych i (3) premii za ryzyko. Według autorów **kryzys walutowy** występuje wówczas, gdy indeks osiąga poziomy ekstremalne.

4. Kryzysy zawsze są następstwem utraty zaufania inwestorów do danej waluty. Warto jednak nadmienić, że nie zawsze kończą się faktyczną utratą wartości przez walutę – w takiej skali, jaka została przyjęta w powyższych definicjach. Istnieją przykłady znacznej utraty zaufania inwestorów do waluty i odpływu kapitału, gdy jednak załamanie kursu nie następuje ze względu na silne i skuteczne interwencje banku centralnego. Dochodzi natomiast wówczas do poważnego spadku rezerw walutowych kraju i (lub) wzrostu stóp procentowych. Przykładem takiej sytuacji były kryzysy w Argentynie w 1995 r. i Hongkongu w 1998 r. – powszechnie określane jako kryzysy walutowe, choć nie nastąpiła dewaluacja nominalnego kursu waluty krajowej.

Ostatnia definicja wyraźnie odnosi się do sytuacji, w której obowiązuje kurs stały, natomiast trzy pierwsze definicje nie precyzują reżimu kursowego.

Główne modele kryzysów walutowych

Kryzysy walutowe występują jedynie w gospodarkach otwartych na przepływy kapitału. Jednocześnie rosnąca liberalizacja rynków oraz globalizacja sprawiają, że kursy walut poddawane są coraz silniejszej presji ze strony kapitału międzynarodowego. Przykładem tego jest rosnąca liczba kryzysów w ostatnim dwudziestolecu (a szczególnie w latach 90.), charakteryzujących się przyspieszoną liberalizacją regulacji dewizowych i rosnącą skalą przepływów kapitału finansowego. Wraz z ewolucją gospodarek poszczególnych państw oraz całej gospodarki światowej zmieniła się również natura kryzysów – ich przyczyny i przebieg.

W teorii wyróżnia się trzy podstawowe typy modeli, opisujących mechanizmy kryzysów walutowych, przy czym tylko dwa pierwsze w swych założeniach jasno odnoszą się do kryzysów walutowych, które dotyczą reżimu kursu stałego. Modele nowej generacji powstały natomiast w wyniku pojawienia się nowych zjawisk kryzysowych, np. kryzysu w krajach azjatyckich, których nie dało się wyjaśnić za pomocą modeli pierwszej i drugiej generacji.

Model pierwszej generacji

Jest on określany także jako kanoniczny model kryzysu walutowego i został opisany przez Paula Krugmana¹ w końcu lat 70. Ta teoretyczna koncepcja odnosi się do krajów stabilizujących poziom kursu waluty krajowej (tj. stosujących kurs stały). Model zakłada, że bank centralny utrzymuje stały poziom kursu, stosując interwencje niesterylizowane. Do załamania kursu dochodzi w przypadku, gdy kraj prowadzi niespójną politykę makroekonomiczną. Dotyczy to np. ekspansywnej polityki fiskalnej – gdy utrzymywany jest trwały deficyt budżetowy finansowany przez bank centralny. Wysoki poziom deficytu budżetu państwa powoduje wzrost popytu krajowego i importu. Finansowanie luki budżetowej emisją pieniądza rodzi presję inflacyjną i przyczynia się do realnej aprecjacji waluty krajowej (przy stałym kursie nominalnym). Rośnie zatem import, a eksport relatywnie maleje ze względu na spadającą konkurencyjność krajowego sektora eksportowego. W efekcie dochodzi do narastania deficytu handlowego.

Początkowo wysoki poziom rezerw walutowych może tylko w ograniczonym zakresie ułatwić utrzymanie niespójnej polityki makroekonomicznej. Przez pewien czas władza monetarna może korzystać z rezerw oficjalnych w celu obrony kursu przed naciskami rynku. Jednak, gdy inwestorzy uznają, że utrzymanie kursu na stałym poziomie jest niepewne, następuje gwałtowny atak spekulacyjny. Może on nastąpić w momencie, gdy poziom rezerw będzie już bardzo niski lub nawet wówczas, gdy nie będzie jeszcze krytyczny, ale rynek straci zaufanie do polityki gospodarczej danego kraju.

Model drugiej generacji

Koncepcja kryzysów drugiej generacji została opisana przez M. Obstfelda w 1986 r.² Podobnie jak w przypadku modelu kanonicznego odnosi się ona również do krajów stabilizujących poziom kursu waluty krajowej. Tak jak modele pierwszej generacji zakłada, że istnieje pewna niespójność polityki makroekonomicznej. Możliwa jest jednak sytuacja, gdy rząd i bank centralny podejmą decyzję o zaostrzeniu polityki, ale dojdą także do wniosku, że koszty utrzymywania sztywnego kursu są wyższe niż koszty dewaluacji. Relacja między kosztami utrzymania sztywnego kursu, a kosztami zmiany reżimu kursowego zmienia się wraz z upływem czasu. Dewaluacja zostanie przeprowadzona przez władze monetarne w pewnym momencie, nawet gdy atak spekulacyjny nie nastąpi. Możliwe jest zatem, że w danym cza-

¹ P. Krugman: *A Model of Balance of Payments Crisis*. „Journal of Money, Credit and Banking” nr 11/1979, s. 311-325.

² M. Obstfeld: *Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payment Crisis*. „American Economic Review” 1986 Vol. 76, s. 72-81; *The Logic of Currency Crises*. NBER, Working Paper 4640, 1994.

Tabela 1 Podsumowanie modeli wyjaśniających powstawanie kryzysów walutowych

Przyczyny wystąpienia kryzysu	
Model pierwszej generacji	Założenie: stały kurs walutowy Brak spójności między polityką fiskalną i monetarną a polityką kursową (rośnie deficyt budżetowy finansowany inflacyjnie; w konsekwencji pojawia się deficyt obrotów bieżących i presja na dewaluację waluty). Przykładem kryzysów, które mieszczą się w założeniach modelu pierwszej generacji, są kryzysy w Ameryce Łacińskiej na początku lat 80.
Model drugiej generacji	Założenie: stały kurs walutowy Inwestorzy są przekonani, że reżim kursowy i tak zostanie zmieniony w przyszłości, ponieważ koszty utrzymywania kursu przewyższają korzyści. Atak spekulacyjny pojawia się wraz z chęcią wyprzedzenia nieuchronnej decyzji władz monetarnych o oficjalnej dewaluacji waluty. Wynika to z występującego dysonansu celów polityki pieniężnej: utrzymywania stałego kursu walutowego w warunkach ekspansywnej polityki fiskalnej. Do kryzysów drugiej generacji należą kryzysy walutowe Europejskiego Systemu Walutowego w 1992 r.: atak spekulacyjny na lira włoskiego i funta brytyjskiego, w wyniku których oba kraje opuściły ESW.
Modele współczesne	Brak założeń nt. reżimu kursowego
Teoria „pokusy nadużycia”	Niedostosowanie regulacji nadzorczych i brak sprawnego nadzoru nad instytucjami finansowymi. Powiązania świata polityki i gospodarki stają się jednym z podstawowych czynników sprzyjających powstawaniu „pokusy nadużycia”, która prowadzi do kryzysu.
Efekt zarażenia (ang. <i>contagion effect</i>)	Kryzysy mogą wystąpić w sytuacji przenoszenia zachowań inwestorów z kraju pierwotnie dotkniętego kryzysem na rynki powiązane z tym krajem gospodarczo, politycznie bądź geograficznie.
Zjawisko „owczego pędu”	Panika inwestorów powoduje bądź nasila kryzys. Kryzys może się przenieść z kraju będącego źródłem kryzysu do krajów powiązanych z nim politycznie bądź ekonomicznie.

Źródło: opracowanie własne.

sie fundamenty gospodarki nie są na tyle złe, aby wywołać atak spekulacyjny, ale też nie są na tyle dobre, by mu zapobiec. Inwestorzy starają się wówczas pozbyć waluty krajowej jeszcze przed decyzją władz o dewaluacji. U podłoża takich zachowań leży przekonanie uczestników rynku o tym, że kształt polityki monetarnej i fiskalnej jest nie do utrzymania. Model drugiej generacji zakłada istnienie wielu możliwych stanów równowagi. Jednocześnie traktuje atak spekulacyjny jako wynik samospełniających się przewidywań.

Współczesne modele kryzysów walutowych

Kryzysy walutowe, które wydarzyły się od połowy lat 90., dotknęły głównie kraje rozwijające się (ang. *emerging markets*). Jednocześnie ich natura nie pozwalała na to, by zakwalifikować je do określonej grupy modeli pierwszej lub drugiej generacji. Szczególnie dotyczyło to kryzysów, które wydarzyły się w krajach azjatyckich. Po tych doświadczeniach powstały nowe hipotezy wyjaśniające przyczyny i przebieg kryzysów. Koncepcje te uzupełniają dotychczasowe teorie opisem zjawisk towarzyszących występowaniu kryzysów walutowych, które ujawniły się szczególnie podczas kryzysów

lat 90. Nie odnoszą się one do konkretnego reżimu kursowego i nie wykluczają założeń modeli pierwszej i drugiej generacji.

A. Teoria „**pokusy nadużycia**” jest jedną z koncepcji tłumaczących występowanie kryzysów w Azji. Wskazuje ona na aspekty o charakterze mikroekonomicznym i systemowym powstawania kryzysów. Ścisłe powiązania między światem gospodarki realnej a światem polityki powodują, że pewne inwestycje zyskują gwarancje rządowe lub też sprawiają wrażenie, że je zyskały. Inwestycje takie mogą zachęcać kapitał zagraniczny nie tylko wyższą stopą zwrotu, ale także gwarantowanym bezpieczeństwem, choć nie zawsze są kierowane do dziedzin efektywnych. Koszty niepowodzenia takiego przedsięwzięcia przerzucane są na gwaranta, czyli na skarb państwa, a ostatecznie na podatnika.

B. **Efekt zarażenia** (ang. *contagion effect*). Teoria ta tłumaczy wystąpienie kryzysu walutowego na zasadzie przenoszenia z jednego rynku na drugi, nie zawsze z powodu słabości makroekonomicznych występujących w danym kraju. Kryzys dotyka dany kraj w wyniku powiązań geograficznych, politycznych lub przynależności do tej samej kategorii inwestycyjnej co kraj będący źródłem kryzysu.

C. Zjawisko „owczego pędu” tłumaczy wystąpienie kryzysów walutowych paniką inwestorów, która prowadzi do ataku spekulacyjnego na walutę. Większy nacisk kładzie się tu na przyczyny natury psychologicznej, choć ważne są też czynniki fundamentalne. Inwestorzy wiedzą, że ich dłużnik nie jest w stanie wywiązać się ze swych zobowiązań w stosunku do wszystkich wierzycieli w przypadku gdyby zgłosili się oni do niego jednocześnie. Dlatego też, gdy pojawia się niepokojący sygnał, każdy jako pierwszy chce otrzymać zwrot swej inwestycji.

Tabela 1 przedstawia w sposób uproszczony główne założenia powyższych teorii wyjaśniających przyczyny kryzysów walutowych.

Czy możliwy jest kryzys w warunkach kursu płynnego – doświadczenia międzynarodowe

Teoretyczne opracowania wyczerpująco wyjaśniają mechanizmy kryzysu walutowego przy założeniu kursu stałego. Istnieje również bogata literatura na temat międzynarodowych doświadczeń związanych z występowaniem kryzysów walutowych w warunkach kursu stałego lub silnie stabilizowanego. Ponadto, z wyjątkiem kryzysu Europejskiego Systemu Walutowego (ESW) na początku lat 90., ostatnie kryzysy walutowe dotknęły kraje zaliczane do grupy *emerging markets*. Polityka stałego kursu stanowiła tam ważny element programów stabilizacyjnych. Dopiero na skutek kryzysu i znacznej dewaluacji, kraje te zmieniały reżim kursowy, najczęściej przechodząc na system kursu płynnego.

Teoria i praktyczne doświadczenia związane z występowaniem kryzysu walutowego w warunkach kursu płynnego są natomiast dość ubogie. Kurs w pełni płynny (ang. *pure floating*) stosowany był głównie przez kraje wysoko rozwinięte. Tylko nieliczne kraje *emerging markets* decydowały się na kurs płynny, zanim jeszcze wystąpił u nich kryzys. Dlatego trudno jest o przykłady gospodarek, które przeżyły kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego. Spośród krajów, które spełniają taki warunek i jednocześnie są geograficznie oraz politycznie bliskie naszej gospodarce, można wymienić Bułgarię. Od początku transformacji stosowano tam kurs płynny – w dużej mierze z powodu bardzo niskiego poziomu rezerw walutowych. Jednak reżim ten nie uchronił Bułgarii przed kryzysem walutowym, bowiem źródłem kryzysu były tam słabości tkwiące w całej gospodarce. Wśród głównych przyczyn spadku zaufania kapitału zagranicznego i podmiotów krajowych do waluty bułgarskiej należy wymienić: (1) brak reform strukturalnych, (2) niesprawny nadzór bankowy, (3) słabo rozwinięty system norm ostrożnościowych w systemie finansowym, (4) luźną politykę fiskalną, (5) brak niezależności banku centralnego oraz (6) niestabilność polityczną. Ponadto płytki rynek waluto-

Tabela 2 Kryzysy walutowe w warunkach różnych reżimów kursowych

Reżim kursowy	Liczba kryzysów 1990–1996
Kurs stały	20
Kurs płynny kierowany	12
Kurs płynny	3

Źródło: *World Economic Outlook. Chapter IV, October 1997.*

wy sprawiał, że niewielkie ruchy kapitału powodowały znaczne zmiany kursu.

Na tym tle warto odnieść się do opinii Międzynarodowego Funduszu Walutowego, który formułuje kontrowersyjny wniosek, że kryzysy walutowe³ zdarzają się równie często w warunkach kursu płynnego, jak kursu stałego⁴.

Wniosek ten opiera się jednak na zestawieniu, które uwzględnia wszystkie kraje objęte statystyką MFW. Państwa z grupy *emerging markets*, które deklarowały kurs płynny lub płynny kierowany, często miały bardzo słabo rozwinięty i płytki rynek walutowy, gdzie nawet niewielkie ruchy kapitału mogły powodować znaczne zmiany kursu nominalnego, wskazujące na kryzys walutowy. Można wśród nich wymienić słabo rozwinięte kraje Afryki, Azji i Ameryki Łacińskiej⁵. Ponadto zwrócić należy uwagę na to, że częstą praktyką stosowaną przez kraje rozwijające się było formalne deklarowanie kursu płynnego lub płynnego kierowanego (ang. *managed float*), podczas gdy w praktyce banki centralne silnie stabilizowały kurs. Jeśli dochodziło w tych krajach do kryzysu (np. Filipiny, Malezja), **to nie można powiedzieć, że był to kryzys w warunkach kursu płynnego.**

W opracowaniu *Fear of Floating* G. Calvo i C. M. Reinhart twierdzą, że gospodarki krajów rozwijających się wykazywały swoistą niechęć (lęk) przed rzeczywistym upłynnieniem kursu (NBER, 2000). Taki stosunek do polityki kursowej uzasadniano tym, że gospodarki krajów rozwijających się są z reguły mniej odporne na wahania kursu niż kraje rozwinięte.

Podstawowe przyczyny słabszej odporności na kryzysy walutowe to:

- wysokie (z reguły) zadłużenie zagraniczne i uzależnienie od finansowania zagranicznego sprawia, że każda większa deprecjacja lub dewaluacja waluty może się przerodzić w kryzys zadłużeniowy;
- brak ugruntowanej wiarygodności polityki pieniężnej i fiskalnej powodujący większe wahania krajowych rynkowych stóp procentowych, co przekłada się na presję na zmiany kursu;

³ Kryzys walutowy według definicji Frenkela i Rose'a (NBER 1996).

⁴ *World Economic Outlook. Chapter IV, October 1997.*

⁵ Kurs płynny lub płynny kierowany deklarowały np. Indonezja, Chiny, Nikaragua, Kenia, Tanzania, Liban, Malawi, Mongolia, Paragwaj, Peru, Filipiny, Bułgaria, Rumunia.

Tabela 3 Zmienność kursów nominalnych w zależności od deklarowanego reżimu

Kursy płynne i płynne kierowane/kraj	Okres	Prawdopodobieństwo, że miesięczna zmiana kursu nominalnego zmieści się w przedziale:	
		+/-1%	+/-2,5%
USA	1973–1999	26,80	58,70
Kraje <i>emerging markets</i>			
deklarujące kurs płynny (<i>float</i>)		51,67	79,27
np. Boliwia	1985–1997	72,80	93,90
Kraje deklarujące kurs			
kierowany płynny (<i>managed float</i>)		60,05	87,54
np. Indonezja	1978–1997	96,40	99,10

Źródło: G. Calvo, C. M. Reinhart: *Fear of Floating*. NBER 2000.

– zmiany kursu silniej odbijają się na poziomie inflacji (silniejszy efekt *passthrough*); każda dewaluacja lub silna deprecjacja kursu może powodować impuls inflacyjny i podważyć wiarygodność procesu ograniczenia tempa wzrostu cen;

– płytki i nierozwinięty rynek finansowy niestwarzający podmiotom gospodarującym warunków do zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym; korzystanie z instrumentów pochodnych jest relatywnie drogie, co zniechęca do ich stosowania.

Calvo i Reinhart (2000) badali kształtowanie się kursów nominalnych w okresie 1970–1999 r. w krajach *emerging markets*, które deklarowały kurs płynny lub płynny kierowany. Wyniki porównano z kształtowaniem się kursu walut płynnych w krajach rozwiniętych. Punktem odniesienia były waluty krajów G3 (USD, JPY, DEM). Autorzy wybrali dwa poziomy wartości krytycznych dla miesięcznych zmian kursu nominalnego: +/-1% i +/-2,5%. Z badań wynika, że choć niektóre kraje *emerging markets* formalnie deklarowały kurs płynny lub płynny kierowany, w praktyce jednak silnie go stabilizowały.

W wyniku analiz okazało się, iż prawdopodobieństwo, że miesięczna zmiana kursu USD w stosunku do DEM będzie zawierać się w przedziale +/-2,5%, wyniosło 59%. Dla porównania w całej grupie badanych krajów *emerging markets*, które deklarowały kurs płynny, prawdopodobieństwo to wyniosło 79%. Dla niektórych

spośród tych krajów (np. dla Boliwii czy Indii) prawdopodobieństwo to wyniosło 94%, czyli było znacznie wyższe niż w przypadku walut rzeczywiście płynnych w krajach rozwiniętych. W przypadku krajów deklarujących kurs płynny kierowany te prawdopodobieństwa są jeszcze wyższe, czyli zmienność kursu jest jeszcze mniejsza. Miesięczna zmiana kursu dla waluty Indonezji (przed kryzysem w 1997 r.) z prawie 100-procentowym prawdopodobieństwem mieściła się w przedziale +/-2,5%, a dla Singapuru i Korei z prawdopodobieństwem 90-procentowym.

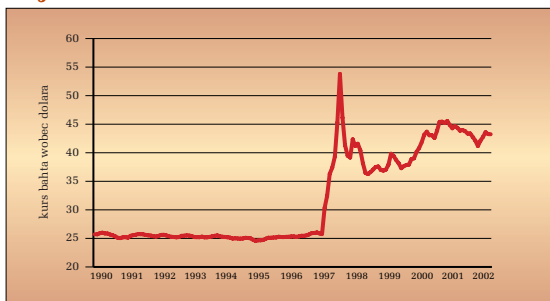
Po kryzysie azjatyckim zmieniły się wyniki dla niektórych walut. Prawdopodobieństwo, że miesięczna zmiana nominalnego kursu koreańskiego wona będzie mniejsza niż +/-2,5%, spadło do 17,7%, w przypadku waluty Indonezji do 14%, a Tajlandii do 38%.

Wykresy 1 i 2 ilustrują kształtowanie się nominalnego kursu walut narodowych Tajlandii i Indonezji przed kryzysem i po nim.

Dopiero w ostatnich latach coraz więcej krajów *emerging markets* zaczęło stosować kursy płynne – albo na skutek kryzysu, albo w efekcie naturalnej ewolucji polityki kursowej. W latach 90. najwcześniej kurs płynny wprowadził po kryzysie walutowym Meksyk. Od 1995 r., mimo wielu fal kryzysów (kryzys w Rosji, Azji, Brazylii i Argentynie), nie wystąpił tam efekt zarażenia w takim stopniu, który powodowałby silną i trwałą deprecjację meksykańskiego peso.

Wykres 1

Tajlandia



Wykres 2

Indonezja

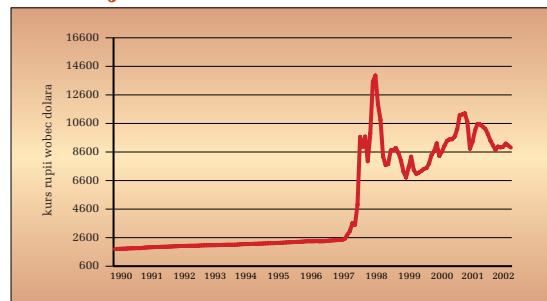


Tabela 4 Kryzysy walutowe i reżimy kursowe w latach 90.

Kraj	Data kryzysu	System kursu walutowego	
		przed kryzysem	po kryzysie
Meksyk	XII 1994 r.	Pełzająca dewaluacja, Od XI 1991 r. kroczące pasmo wahań kursu o szerokości $\pm 4,5\%$	Płynny od XII 1994 r.
Argentyna (1)	III 1995 r.	Izba walutowa – powiązanie peso z dolarem w stosunku 1: 1	Bez zmian
Argentyna (2)	I 2002 r.	Izba walutowa (<i>currency board</i>)	Płynny od I 2002
Bułgaria	II 1997 r.	Płynny (<i>free float</i>)	Izba walutowa (<i>currency board</i>) 1000 BGL = 1 DEM od VII 1997 r.
Czechy	V 1997 r.	Do II 1996 r. kurs stały (<i>peg</i>) w stosunku do koszyka walutowego (USD 35%, DEM 65%) Od II 1996 r. pasmo wahań (<i>band</i>) $\pm 7,5\%$	Płynny
Tajlandia	VII 1997 r.	Kurs stały, koszyk walutowy z głównym udziałem USD (<i>adjustable peg</i>)	Płynny od VII 1997 r.
Malezja	VII 1997 r.	Deklarowany: kurs płynny kierowany (<i>managed float</i>) W praktyce: kurs stabilizowany wobec walut głównych partnerów handlowych	Płynny od VII 1997 r. system kierowanego kursu płynnego (<i>managed float</i>) Od IX 1998 r. kurs stały (<i>peg</i>) 3,8 MYR = 1 USD
Filipiny	VII 1997 r.	Deklarowany: kurs płynny (<i>float</i>). W praktyce: kurs stabilizowany wobec USD	Płynny od VII 1997 r.
Indonezja	VIII 1997 r.	Deklarowany: kurs płynny kierowany (<i>managed float</i>) W praktyce: od 1995 r. roczna krocząca dewaluacja (<i>crawling peg</i>) o 4–5% w stosunku do USD, pasma wahań $\pm 8\%$, od VII 1997 r. $\pm 12\%$	Płynny od VIII 1997 r.
Korea Południowa	XII 1997 r.	Deklarowany: kurs płynny kierowany (<i>managed float</i>) W praktyce: od 1995 r. pasmo dziennych wahań kursu walutowego (<i>band</i>) $\pm 2,25\%$ w stosunku do dolara	Płynny od XII 1997 r.
Rosja	VIII 1998 r.	Od 1995 r. korytarz wahań kursu (<i>band</i>) Od połowy 1996 r. kroczące pasmo wahań w stosunku do USD (<i>crawling band</i>), rozszerzone w I 1998 r. do $\pm 15\%$	Płynny od IX 1998 r.
Brazylia	I 1999 r.	Od 1994 r. kurs stały (<i>peg</i>) w stosunku do USD	Płynny od I 1999 r.
Turcja	XI 2000 r.	Krocząca dewaluacja (<i>crawling peg</i>) wobec koszyka walutowego (1 USD + 0,77 EUR)	Płynny od II 2001 r.

Źródło: opracowanie własne.

Doświadczenia krajów *emerging markets* po przejściu na kurs płynny mają relatywnie krótką historię. Dlatego jeszcze trudno jest w pełni ocenić, w jakim stopniu ten reżim kursowy będzie w tych krajach faktycznie stosowany i czy pozwoli im na uniknięcie kolejnych kryzysów. Po kilku latach rezultaty są pozytywne.

Tabela 4 przedstawia zmiany reżimu kursowego po kryzysach w krajach *emerging markets*.

Na tle tych doświadczeń ponownie rodzi się pytanie, czy kurs płynny może chronić gospodarkę przed kryzysem walutowym i czy w warunkach kursu płynnego kryzys walutowy jest w ogóle możliwy.

Sposobem poszukiwania odpowiedzi na to pytanie jest porównanie reżimu kursu stałego i kursu płynnego. Poniżej omówiono podstawowe cechy kursu stałego powodujące, że gospodarka może być podatna na kryzys, i *a contrario* wymieniono te cechy kursu płynnego, które czynią gospodarkę bardziej odporną na kryzys walutowy.

Kurs stały

Kurs stały w krajach *emerging markets* stosowany był najczęściej jako kotwica nominalna w ramach programów stabilizacyjnych. W warunkach wysokiej inflacji polityka ta służyła ograniczaniu dynamiki cen, poprzez stabilizację cen importu i wpływ na spadek oczekiwań inflacyjnych. Dotyczyło to szczególnie pierwszego etapu stabilizacji, gdy celem było szybkie ograniczenie inflacji utrzymującej się na wysokim poziomie. Jednak taki reżim kursowy w dłuższym okresie ma wiele konsekwencji dla funkcjonowania całej gospodarki.

- Stabilizacja oparta na stałym kursie walutowym przechodzi zazwyczaj trzy fazy⁶:

- *faza pierwsza* – najbardziej skuteczna, która pozwala osiągnąć względną stabilizację tempa wzrostu cen,

- *faza druga* – w której widoczna i odczuwalna dla gospodarki staje się realna aprecjacja kursu waluty krajowej,

- *faza trzecia* – kiedy na zmiany jest już za późno. Konieczną decyzją w warunkach realnej aprecjacji waluty jest jej odpowiednio głęboka dewaluacja. Jest to jednak decyzja postrzegana jako niepolityczna, toteż zazwyczaj władze monetarne odkładają jej podjęcie. W konsekwencji presja ze strony rynku zmusza do skokowej dewaluacji i często także do zmiany samego reżimu kursowego.

- Kurs stały wymaga zdecydowanej dyscypliny fiskalnej oraz bezpiecznego poziomu deficytu obrotów bieżących i jego stabilnego finansowania (najlepiej zagranicznymi inwestycjami bezpośrednimi – *FDI*). Kapitał krótkoterminowy jest bardziej zmienny i naraża bank centralny na konieczność podejmowania częstych interwencji w obronie kursu w razie odpływów kapitału.

- W przypadku powolnego spadku inflacji i przy wolniejszym niż u partnerów handlowych wdrożeniu wydatności pracy kurs stały grozi znaczną aprecjacją realnego poziomu kursu. To z kolei ogranicza konkurencyjność eksportu i pogarsza saldo handlowe kraju. Równowaga zewnętrzna w dłuższym okresie jest wówczas nie do utrzymania. Właśnie do takich sytuacji odnoszą się modele kryzysów pierwszej i drugiej generacji.

- Kurs stały rodzi również pokusę nadmiernej ekspansji kosztem szybkiego wzrostu zadłużenia zagra-

nicznego. Wynika to z niedostrzegania ryzyka kursowego przez podmioty gospodarcze. W przypadku różnic między poziomem krajowych i zagranicznych stóp procentowych stały kurs stanowi zachętę do zadłużania się podmiotów gospodarczych i sektora rządowego za granicą. Powoduje to napływ walut do kraju i podnosi koszty sterylizacji. Jednocześnie znaczne zaangażowanie sektora realnego w kredyt zagraniczny powoduje, że wyższe są koszty ewentualnego kryzysu walutowego dla sfery realnej (budżetu, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych). Kryzys walutowy w takich warunkach oznacza wzrost ryzyka kredytowego i zagrożenie dla wypłacalności przedsiębiorstw. To z kolei może przełożyć się **na zagrożenie dla stabilności sektora finansowego** (poprzez wzrost udziału w portfelach banków aktywów o niskiej jakości).

- Doświadczenia krajów stosujących stałe kursy walutowe dowodzą, że przy zliberalizowanych przepływach kapitałowych obrona przed atakiem spekulacyjnym jest dla banku centralnego bardzo trudna. Nawet w przypadku Europejskiego Systemu Walutowego, mimo istnienia mechanizmu VSTFF⁷ (ang. *Very Short-Term Financing Facility*), musiano zaprzestać obrony przed atakiem na funta brytyjskiego i inne waluty. Wobec skali kapitału międzynarodowego rezerwy dewizowe żadnego kraju nie są na tyle wysokie, aby ich zasoby mogły skutecznie przeciwstawić się odpływowi kapitału. Ponadto jeśli nawet rezerwy są wystarczające, to istnieje jeszcze problem kosztów tej obrony. Czasami może być tak, że władze monetarne uznają, że koszty te są już zbyt wysokie, i zaprzestają obrony.

- W przypadku krajów *emerging markets* szanse banku centralnego na skuteczną obronę kursu przed atakiem spekulacyjnym są mniejsze. Podstawową przyczyną jest to, że rezerwy walutowe były głównie rezultatem napływu kapitału krótkoterminowego i dlatego w momencie jego odpływu szybko topniały. Konieczność reagowania władz monetarnych na deprecjacyjną presję kursu powodowała natychmiastowy spadek rezerw. Bank centralny nie miał pola manewru i możliwości „przeczekania” pierwszej fali odpływu kapitału. Od razu dochodziło do interwencji i spadku poziomu rezerw. Powodowało to z kolei wzrost niepewności inwestorów, do jakiego poziomu bank centralny będzie skłonny bronić kursu, co wzmagało wyprzedzającą walutę na zasadzie kto pierwszy, ten lepszy. Do takich sytuacji odnoszą się modele pierwszej i drugiej generacji.

- Obrona waluty przed atakiem spekulacyjnym wiąże się ze wzrostem stóp procentowych (rynkowych i banku centralnego). Utrzymywanie się stóp procentowych na wysokim poziomie w dłuższym okresie ma negatywny wpływ na realną sferę gospodarki oraz rzu-

⁶ S. Edwards: *Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention*. NBER, 2001.

⁷ System pożyczek krótkoterminowych między bankami centralnymi będącymi uczestnikami ESW.

tuje na jakość portfela kredytowego banków, co może zagrazać stabilności systemu finansowego.

- Według teorii kursów walutowych kurs stały lub silnie stabilizowany może być z powodzeniem stosowany przede wszystkim jako instrument stabilizacyjny w krajach o wysokim, co najmniej dwucyfrowym tempie wzrostu cen w pierwszym etapie dezinflacji. Służy wtedy jako kotwica antyinflacyjna, hamując wzrost cen dóbr handlowalnych (*tradables*) oraz ograniczając oczekiwania inflacyjne. Wraz z ograniczaniem inflacji korzyści z polityki stabilnego kursu maleją, natomiast rosną koszty związane z realną aprecjacją kursu w warunkach kursu stałego.

Kurs płynny

Na tym tle można przedstawić pewne korzyści, które oferuje kurs płynny w stosunku do kursu stałego.

- W warunkach zliberalizowanych przepływów kapitałowych system kursu płynnego zapewnia autonomię polityce pieniężnej.

- Władze monetarne mogą próbować sterylizować napływ kapitału bądź mogą nie ingerować na rynku. Jeśli wybierają sterylizację, inflacja jest umiarkowana, stopy krajowe nie spadają zbyt szybko, a kapitał wciąż napływa – natomiast koszty fiskalne tego scenariusza mogą być znaczne. Jeśli decydują się **nie sterylizować**, to stopy procentowe spadają szybciej, redukując bodźce do zaciągania kredytów za granicą, ale może wzrastać inflacja. Jest to szczególnie realne w przypadku braku wiarygodności polityki pieniężnej.

- W warunkach kursu zmiennego bodźce do zaciągania kredytów za granicą są mniejsze, bowiem ryzyko zaciągania kredytów w walucie obcej jest wyższe. Podmioty nie są pewne, jaki będzie kierunek zmian kursu w przyszłości, i dlatego ostrożniej podejmują decyzje dotyczące zaciągania kredytów w walutach obcych. Wówczas koszty ponoszone przez sektor realny (przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe, a także budżet) w przypadku deprecjacji waluty są mniejsze.

- Mechanizm kursu płynnego w teorii działa jak automatyczny stabilizator. Kurs płynny może absorbować zmiany zachodzące w bilansie obrotów bieżących, przez co redukuje prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu⁸. Teoretycznie, w sytuacji napływu kapitału waluta krajowa się umacnia, co powoduje pogorszenie się konkurencyjności eksportu i wzrost deficytu obrotów bieżących. To z kolei prowadzi do wzrostu niepewności inwestorów zagranicznych, odpływu kapitału i deprecjacji waluty. W efekcie przywrócona zostaje równowaga w bilansie płatniczym i na rynku walutowym.

- Deprecjacja kursu nominalnego może stanowić dla władz gospodarczych sygnał wczesnego ostrzeżenia o tym, że prowadzona polityka makroekonomiczna wymaga korekty w celu ograniczenia potencjalnego ryzyka wybuchu kryzysu finansowego.

Wyżej wymienione cechy kursu płynnego sprawiają, że teoretycznie kryzys walutowy w warunkach kursu płynnego nie powinien występować. Jest tak przy założeniu, że rynki finansowe działają efektywnie. W praktyce jednak taki mechanizm nie zawsze działa. Rynek **nie jest efektywny**, szczególnie w krótkim okresie. Często istnieje asymetria informacji – informacje nie docierają na rynek do wszystkich uczestników jednocześnie. Gdy inwestorzy mają pozytywne nastawienie do rynku, kapitał napływa, kurs walutowy rośnie, co podsyca oczekiwania na utrzymanie się tej tendencji. Zwiększa się popyt na krajowe aktywa ze strony inwestorów zagranicznych, w efekcie rosną ceny obligacji, a rynkowe stopy procentowe spadają. Wzrostowa tendencja kursu walutowego i oczekiwania na dalszy spadek stóp procentowych stanowią zachętę do dalszych inwestycji i napływ kapitału powoduje presję na aprecjację waluty. Mimo że umacnianie się kursu wpływa na pogorszenie konkurencyjności międzynarodowej z potencjalnie znacznymi konsekwencjami dla równowagi zewnętrznej kraju w dłuższej perspektywie, to w krótkim okresie trwa pozytywne nastawienie inwestorów i liczą oni na to, że tendencja do aprecjacji jeszcze jakiś czas się utrzyma i dalej inwestują (zgodnie z zasadą *trend is my friend*). Dopiero gdy negatywne skutki aprecjacji (odchylenia kursu rynkowego od kursu równowagi) staną się widoczne lub gdy wystąpi negatywny szok zewnętrzny, wówczas nastąpić może nagłe odwrócenie tendencji – odpływ kapitału i nagły spadek kursu. Szokiem zewnętrznym może być wydarzenie na rynkach zagranicznych (efekt zarażania), wydarzenie polityczne lub publikacja znacząco odbiegającej od oczekiwań rynku, negatywnej informacji makroekonomicznej, mikroekonomicznej bądź politycznej na temat danego kraju. Od charakteru szoku i siły fundamentów gospodarki zależy, czy nagła zmiana kursu będzie chwilowym załamaniem, czy utrzyma się na trwałe.

Kurs płynny może chronić przed przekształceniem się **krótkotrwałego** ataku spekulacyjnego na walutę w kryzys walutowy. Kurs płynny daje władzy monetarnej czas na przyjrzenie się sytuacji i ocenę przyczyn deprecjacji waluty. Stwarza to możliwość przeczekania pierwszej fali odpływu kapitału, podczas gdy w warunkach kursu stałego konieczna jest natychmiastowa reakcja banku w postaci interwencji i wzrostu stóp procentowych.

Uniknięcie kryzysu wymaga zatem dużej przejrzystości polityki makroekonomicznej i mikroekonomicznej. Ma to szczególne znaczenie w przypadku gospodarek z grupy *emerging markets* o niestabilizowanych strukturach gospodarczych i politycznych. Tylko przejrzysta polityka makroekonomiczna pozwala na minimalizowanie częstotliwości występowania sytuacji, gdy na rynek nagle i niespodziewanie docierają negatywne informacje, powodując panikę inwestorów.

⁸ World Bank, *Global Economic Prospects*, 1998.

Wniosek jest zatem następujący – żaden reżim kursowy nie może w pełni chronić przed kryzysem⁹. Gdyby było inaczej, wówczas wystarczyłoby wybrać ten idealny reżim kursowy, aby ustrzec się kryzysu.

W poszukiwaniu optymalnego reżimu kursowego – trendy w polityce kursowej w ostatniej dekadzie

Podstawą wyboru reżimu kursowego nie może być jedynie jego podatność na kryzysy. Problem sprowadza się do innego pytania – do pytania o to, jaki jest optymalny reżim kursowy dla poszczególnych gospodarek na określonym etapie ich rozwoju.

Tabela 5 podsumowuje główne warunki, które mogą sprzyjać poszczególnym politykom kursowym (pola zaznaczone krzyżykiem). Każde z kryteriów traktowane jest oddzielnie – tabela ma charakter ilustracyjny i uproszczony. Przedstawia ona przekrój reżimów kursowych – od kursu w pełni płynnego do

skrajnych odmian kursu sztywnego, tj. izby walutowej i unii walutowej.

Z tabeli 5 wynika, że utrzymujący się wysoki poziom inflacji może być spójny tylko z kursem płynnym, szerokim pasem wahań lub kroczącą dewaluacją. Niski poziom inflacji daje natomiast możliwość wyboru wszystkich reżimów kursowych (nieuzasadnione jest jedynie stosowanie pełzającej dewaluacji).

Podobnie jest w przypadku rezerw walutowych. Wysoki poziom rezerw nie determinuje wyboru kursu – władze gospodarcze mogą stosować dowolną politykę kursową. Jednak tylko polityka oparta na różnych odmianach kursu płynnego oraz unia walutowa są spójne z niskim poziomem rezerw zagranicznych. Bez adekwatnego poziomu rezerw kraj nie może sobie pozwolić na wybór reżimu kursu stałego. Liberalizacja przepływów kapitałowych właściwie wyklucza wszystkie „miękkie” odmiany kursu stałego, dopuszcza natomiast kurs płynny i izbę walutową oraz unię walutową. Kraj zamknięty na przepływy kapitału zgodnie teorią ma swobodę wyboru reżimu kursowego i może stosować kurs stały.

Tabela 5 odnosi się również do warunków ze sfery realnej. Niski poziom zróżnicowania produkcji deter-

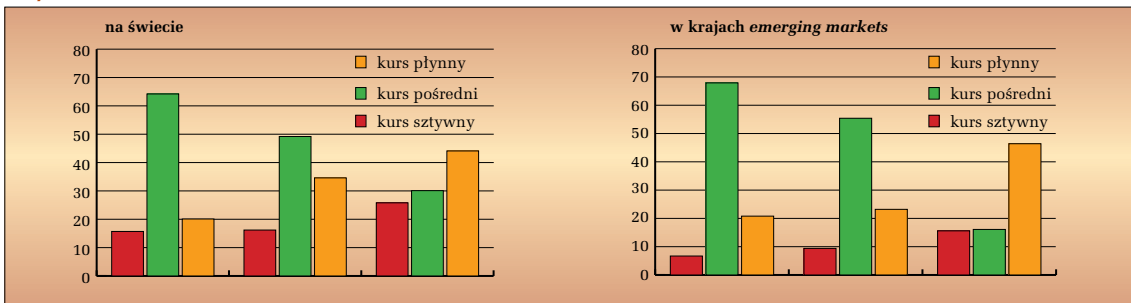
⁹ Por. World Bank, *Global Economic Prospects*, 1998.

Tabela 5 Kryteria wyboru reżimu kursowego

	Kurs płynny		Pasma wahań		Kurs stały		Izba	Unia
	swobodny	kierowany	szerokie	wąskie	pełzający	sztywny	walutowa	walutowa
Inflacja								
Wysoka	X	X	X		X			
Niska	X	X	X	X		X	X	X
Poziom rezerw dewizowych								
Wysoki	X	X	X	X	X	X	X	X
Niski	X	X	X					
Liberalizacja przepływów kapitałowych								
Wysoka	X	X	X				X	X
Niska	X	X	X	X	X	X	X	X
Mobilność siły roboczej								
Wysoka	X	X	X	X	X	X	X	X
Niska	X	X	X	X				
Dywersyfikacja produkcji i eksportu								
Wysoka	X	X	X	X	X	X	X	X
Niska	X	X						
Elastyczność i wiarygodność polityki fiskalnej								
Wysoka	X	X	X	X	X	X	X	X
Niska	X	X	X					
Otwartość rynku i integracja handlu zagranicznego								
Wysoka			X	X	X	X	X	X
Niska	X	X						
Przewaga występujących szoków (zakłóceń równowagi)								
Symetryczne	X	X	X	X	X	X	X	X
Asymetryczne	X	X	X					
Typy szoków (zakłóceń równowagi)								
Realne	X	X						
Nominalne			X	X	X	X	X	X

Źródło: B. Eichengreen, P. Masson: *Erit Strategies... op. cit*

Wykres 3 Reżimy kursowe na świecie i grupie krajów emerging markets



Źródło: Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets. IM, 2003.

minuje wybór reżimów płynnych. Wysoka dywersyfikacja produkcji daje swobodę wyboru kursu. Podobnie wygląda sytuacja w przypadku gospodarek narażonych na szoki zewnętrzne. Gdy mają one charakter symetryczny, wówczas reżim kursowy może być dowolny, jednak przypadku szoków asymetrycznych preferowane powinny być kursy płynne.

odmiany kursu stałego (ang. *hard pegs*), czyli izby walutowej lub unii monetarnej.

„Twarde” odmiany kursu stałego (ang. *hard pegs*) to izba walutowa i unia monetarna.
 „Miękkie” odmiany kursu stałego (ang. *soft pegs*) to kurs stały (ang. *peg*), krocząca dewaluacja (ang. *crawling peg*), krocząca dewaluacja przedziału wahań (ang. *crawling band*).

Polaryzacja reżimów kursowych

Po ostatnich zmianach w polityce kursowej, które nastąpiły w poszczególnych krajach, coraz powszechniejsza staje się opinia o polaryzowaniu się reżimów kursowych w gospodarce światowej i wyodrębnianiu się praktycznie dwóch biegunów polityki kursowej (S. Fischer, IMF 2001; S. Edwards, NBER 2001) – kursu w pełni płynnego (ang. *pure floating*) lub tzw. twardej

Schemat przedstawia klasyfikację występujących reżimów kursowych, uszeregowanych pod względem stopnia zobowiązania banku centralnego (lub państwa) do utrzymywania określonej ścieżki kursu waluty krajowej.

W ostatnich latach wyraźnie zaznaczyła się rezygnacja z kursów stałych. W raporcie Rady ds. Stosunków Międzynarodowych, poświęconym zapewnieniu

Schemat 1 Klasyfikacja reżimów kursowych

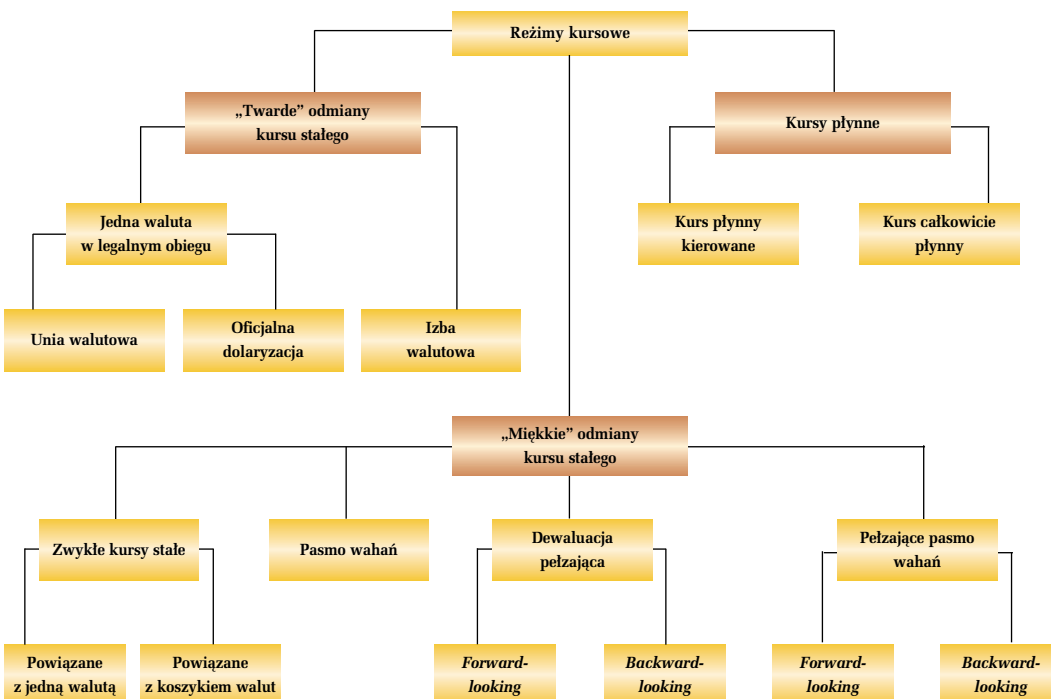


Tabela 6 Zmiany mechanizmów kursowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej

	izba walutowa	Kurs sztywny kurs stały	Elastyczność ograniczona wąski przedział wahań lub kierowany	szeroki przedział wahań	Kurs elastyczny kurs płynny
Bułgaria	◊	←			•
Czechy		•		•	◊
Estonia	◊				
Litwa	◊				
Łotwa		◊			
Polska		•	•	•	◊
Rumunia			•		◊
Słowacja			•		◊
Słowenia			◊		
Węgry		•	•	◊	

Legenda: ◊ obecny reżim kursowy, • poprzedni reżim kursowy, ← kierunek zmian.

Źródło: „Exchange Rate Strategies for EU Candidate Countries”. European Commission 2000.

korzystnych warunków rozwoju globalnego systemu finansowego, przedstawiono rekomendację dla międzynarodowych instytucji finansowych mówiącą o potrzebie całkowitego braku poparcia dla stałych reżimów kursowych¹⁰. Autorzy raportu uważają, że po doświadczeniach kryzysowych lat 90. Międzynarodowy Fundusz Walutowy powinien opowiadać się przeciwko reżimom opartym na kursach stałych, a rekomendować krajom rozwijającym się wprowadzanie systemów elastycznych kursów walutowych, np. reżimu kursu płynnego kierowanego (gdzie ewentualne interwencje przeciwdziałają trendowi kształtowania się kursu na rynku). W wyjątkowych warunkach, kiedy alternatywne reżimy kursowe nie gwarantują zapewnienia odpowiedniej dyscypliny polityki monetarnej, Fundusz powinien popierać nawet wprowadzanie izby walutowej.

Na tym tle szczególnie ważne jest, aby kraje w odpowiednim momencie zastosowały opcję wyjścia z reżimu stałego kursu walutowego (ang. *exit strategy*). Z teoretycznego punktu widzenia optymalny moment wyjścia – tj. rezygnacji z kursu całkowicie sztywnego na rzecz systemu bardziej elastycznego – ma miejsce wtedy, gdy krańcowe korzyści z utrzymywania kursu stałego będą równe ponoszonym krańcowym kosztom. Jak dowodzą międzynarodowe doświadczenia, efektem zbyt późnego opóźnienia zmiany reżimu kursowego są zazwyczaj znaczne koszty dla gospodarki, np. w postaci kryzysu w sektorze bankowym, bankructw przedsiębiorstw i załamania gospodarczego. W praktyce uznaje się, że najlepiej wybrać moment, gdy waluta krajowa jest silna, a na rynku utrzymuje się presja na jej aprecjację (S. Fischer, 2001; S. Edwards, 2001). Następuje to w relatywnie wczesnym jeszcze okresie obowiązywania reżimu sztywnego kursu, gdy przyjęta strategia zyskała zaufanie i przynosi widoczne efekty stabilizacyjne.

Teza o biegunowości rozwoju systemów kursowych znajduje pełne potwierdzenie w rzeczywistości. Dowodzą tego wyniki badań nad polityką kursową prowadzonych przez S. Fischera i S. Edwardsa¹¹. Z badań tych wynika, że udział krajów stosujących kursy pośrednie spadł z 64% na początku lat 90. do 30% w 2001 r. Wzrósł natomiast udział krajów stosujących „twarde” odmiany kursu stałego, co potwierdzają również dane na wykresie 3.

Oznacza to, że wszelkie pośrednie reżimy między „twardą” odmianą kursu stałego (ang. *hard pegs*) – izbą walutową lub unią monetarną – a kursem w pełni płynnym zostały uznane za trudne do utrzymania w dłuższym okresie.

Powszechna liberalizacja obrotów kapitałowych, rozwój rynków finansowych i doświadczenia płynące z dotychczasowych kryzysów stanowiły dla rynków wschodzących istotny bodziec do weryfikacji stosowanych reżimów kursowych. Obserwowana zmiana w kierunku rezygnacji z systemów pośrednich na rzecz systemów ekstremalnych – kursu całkowicie sztywnego lub w pełni płynnego – oznacza również zmianę jakościową polityki monetarnej. Kraje, które wybrały reżim izby walutowej, uzależniły ściśle swoją politykę pieniężną od polityki kraju waluty – kotwicy. Te natomiast, które wprowadziły kurs płynny, zyskały autonomię swojej polityki pieniężnej. Polaryzacja reżimów kursowych i w konsekwencji zasad prowadzenia polityki pieniężnej, oznacza przyjęcie bardziej przejrzystych i wiarygodnych reguł polityki.

Forma kursu pośredniego jest obecnie postrzegana raczej jako etap przejściowy w polityce kursowej danego kraju – najczęściej w drodze do unii monetarnej lub pełnego upłynnienia kursu.

Tabela 6 prezentuje kierunki zmian mechanizmów kursowych w krajach akcesyjnych i przedakcesyjnych z regionu Europy Środkowej i Wschodniej, również potwierdzające tendencje do polaryzacji reżimów kursowych.

¹⁰ C. Hills, P. Peterson, M. Goldstein and Associates: *Report of an Independent Task Force Sponsored by the Council on Foreign Relations: Safeguarding Prosperity in Global Financial System: The Future International Financial Architecture*. Institute for International Economics, Washington DC, 1999.

¹¹ S. Edwards: *Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention*. NBER Working Paper 2001 i S. Fischer: *Exchange Rate Regimes: Is Bipolar View Correct?* IMF 2001.

Tabela 7 Ewolucja reżimu kursowego w Polsce

Data	Zmiana	Przesłanki decyzji
I 1990 r.	Dewaluacja skokowa (46,2%) Sztwywny kurs złotego wobec USD	Kurs walutowy jako kotwica antyinflacyjna
V 1991 r.	Dewaluacja skokowa (16,8%) Kurs sztywny wobec koszyka 5 walut wymienialnych: 45% USD, 35% DEM, 10% GBP, 5% FRF i 5% CHF	Realna aprecjacja i utrata konkurencyjności
X 1991 r.	System dewaluacji pelzającej (1,8% miesięcznie)	Ograniczenie inflacji krajowej i utrata konkurencyjności międzynarodowej przez sektor eksportowy
II 1992 r.	Dewaluacja skokowa (12%)	Utrzymanie konkurencyjności
VIII 1993 r.	Dewaluacja skokowa (8%) Tempo dewaluacji pelzającej 1,6%	Trudna pozycja na rynkach zagranicznych i ograniczenie inflacji krajowej
IX 1994 r.	Tempo dewaluacji pelzającej 1,5%	Zmniejszenie inflacji
XII 1994 r.	Tempo dewaluacji pelzającej 1,4%	Zmniejszenie inflacji
II 1995 r.	Tempo dewaluacji pelzającej 1,2%	Zmniejszenie inflacji
V 1995 r.	Wprowadzenie mechanizmu pelzającego pasma wahań o szerokości $\pm 7\%$ w stosunku do parytetu centralnego	Większa swoboda polityki pieniężnej w warunkach napływu kapitału zagranicznego
XII 1995 r.	Rewaluacja kursu złotego (6%)	Dostosowanie wysokości parytetu centralnego do kursu rynkowego
I 1996 r.	Tempo dewaluacji pelzającej 1,0%	Zmniejszenie inflacji
II 1998 r.	Tempo dewaluacji pelzającej 0,8% Rozszerzenie przedziału wahań do $\pm 10\%$	
VII 1998 r.	Tempo dewaluacji pelzającej 0,65%	Zmniejszenie inflacji
IX 1998 r.	Tempo dewaluacji pelzającej 0,5%	Dostosowanie polityki kursowej do polityki bezpośredniego celu inflacyjnego
X 1998 r.	Rozszerzenie przedziału wahań do $\pm 12,5\%$	
I 1999 r.	Zmiana składu koszyka walutowego: 55% EUR i 45% USD	Uelastycznienie systemu kursowego
III 1999 r.	Tempo dewaluacji pelzającej 0,3% Rozszerzenie przedziału wahań do $\pm 15\%$	
IV 2000 r.	Upłynnienie kursu złotego	Ograniczenie możliwości spekulacyjnych, wzrost ryzyka kursowego

Źródło: opracowanie własne.

Polityka kursowa w Polsce a kryzys walutowy

Czy w Polsce wystąpił kryzys walutowy?

W opracowaniach dotyczących polityki kursu walutowego oraz międzynarodowych analizach porównawczych przywołuje się przykład Polski jako kraju, który sprawnie przeszedł z reżimu kursu stałego poprzez mechanizmy pośrednie do systemu kursu w pełni płynnego, zastosowawszy odpowiednią – jak dowodzi historia – strategię wyjścia w odpowiednim momencie. Dlatego warto w tym miejscu przypomnieć ewolucję polskiego reżimu kursowego.

W 1990 r., rozpoczynając proces transformacji polskiej gospodarki w gospodarke rynkową, kurs złotego związano z dolarem amerykańskim i dokonano głębokiej dewaluacji wartości złotego do poziomu 9 500 zł¹² za 1 USD. Reżim kursu stałego stanowił nominalną kotwicę antyinflacyjną, mającą służyć stabilizacji gospo-

darki krajowej. W maju 1991 r., ze względu na realną aprecjację złotego i obniżanie się międzynarodowej konkurencyjności gospodarki, wprowadzono system kursu złotego oparty na koszyku walut i wobec niego przeprowadzono już dostosowanie kursowe w postaci dewaluacji złotego. Powiązanie złotego z koszykiem wynikało z konieczności ograniczenia zmienności kursu również w ramach mechanizmu kursu stałego – wobec nieobecności rozwiniętych instrumentów finansowych (szczególnie rynku transakcji terminowych) niemożliwe było ubezpieczenie się przez podmioty gospodarcze przez ryzykiem kursowym. Koszyk walutowy, w znacznym stopniu niwelujący wahania kursowe, zastępował nieistniejące instrumenty zabezpieczające. Obowiązujący do końca 1998 r. koszyk składał się z pięciu walut odgrywających podstawową rolę w strukturze obrotów polskiego handlu zagranicznego: dolara amerykańskiego z udziałem 45%, marki niemieckiej – 35%, funta brytyjskiego – 10%, franka francuskiego – 5% oraz franka szwajcarskiego – 5%.

¹² 9500 PLZ za 1 USD przed 1995 r., tj. przed dewaluacją złotego, obecnie 0,95 PLN za 1 USD.

Tabela 8 Historia minikryzysów na rynku polskim (deprecjacja złotego wobec koszyka walutowego)

Maj 1997 r.	„Kryzys czeski”, osłabienie złotego o 1,5% (w 1 dzień)
Lipiec 1997 r.	„Kryzys powodziowy”, osłabienie złotego o 5% (w 1 dzień)
Październik 1997 r.	„Kryzys azjatycki”, osłabienie złotego o 5,2% (w ciągu 3 dni)
Maj 1998 r.	„Kryzys indonezyjski”, osłabienie złotego o 3,0% (w ciągu 2 dni)
Sierpień 1998 r.	„Kryzys rosyjski”, osłabienie złotego o 8% (w ciągu 3 dni)
Styczeń 1999 r.	„Kryzys brazylijski”, osłabienie złotego o 5% (w ciągu 1 tyg.)
Listopad 1999 r.	„Kryzys wewnętrzny” – niepewna sytuacja budżetu, pogłębiający się CAD, utworzenie rachunku walutowego w NBP, osłabienie złotego o 7,7% (w ciągu 1 miesiąca)
Kwiecień 2000 r.	„Kryzys bilansu płatniczego”, osłabienie złotego o 8,2% (w ciągu 1 miesiąca)
Lipiec 2001 r.	„Kryzys argentyński” + „kryzys budżetowy”, osłabienie złotego o 13% (w 4 dni)

Źródło: opracowanie własne.

W październiku 1991 r. zrezygnowano z kursu stałego i wprowadzono reżim oparty na dewaluacji pełzającej. Pierwotna wysokość miesięcznej stopy dewaluacji pełzającej wyniosła 1,8% i była znacznie mniejsza niż ówczesne tempo wzrostu cen w Polsce. Takie podejście polityki kursowej pozwalało na ograniczanie oczekiwań inflacyjnych przy jednoczesnym utrzymaniu konkurencyjności polskich eksporterów. Do momentu upłynnienia kursu dokonano jeszcze dwóch skokowych dewaluacji złotego, jednej rewaluacji i stopniowo zmniejszono tempo dewaluacji pełzającej (szczegół – tabela 7). Warto zaznaczyć, że decyzje władz monetarnych o dostosowaniu kursu podejmowane były zawsze w momentach pogorszenia zewnętrznych warunków kursowych. Dаты kolejnych dewaluacji są zbieżne z momentami wyraźnej aprecjacji USD wobec DEM, co znajdowało odzwierciedlenie w pogarszaniu się konkurencyjności polskiej gospodarki wobec niemieckiej. Analiza danych wskazuje, że każde silniejsze wzmocnienie USD na rynku światowym w tym okresie skutkowało skokową dewaluacją złotego, która w znacznym stopniu niwelowała skutki wahań głównej relacji walut obcych dla polskiej gospodarki. Ostatnie administracyjne dostosowanie kursu złotego w postaci rewaluacji, w grudniu 1995 r., z punktu widzenia kształtowania się relacji DEM/USD również zostało przeprowadzone w odpowiednim momencie. W tym

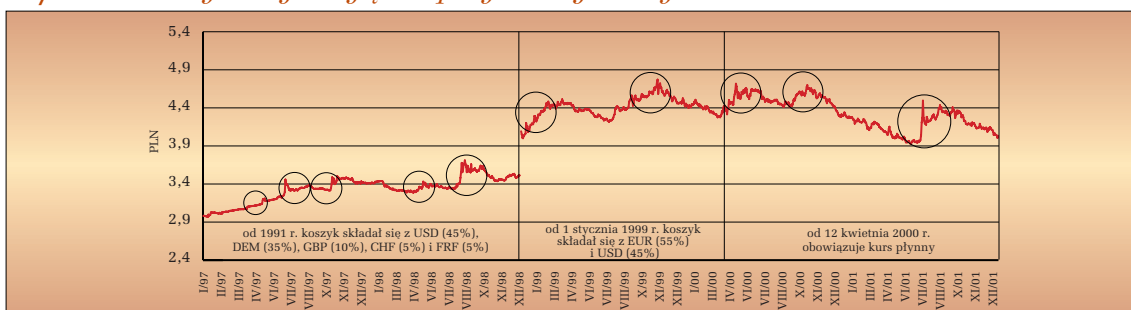
czasie bowiem pozycja dolara była osłabiona, a mocna marka przyczyniła się do ograniczenia negatywnych skutków rewaluacji, odczuwanych głównie przez polskich eksporterów.

W maju 1995 r. znacznie uelastyczniono obowiązujący mechanizm kursowy, wprowadzając parytet centralny oraz pasmo dopuszczalnych wahań kursu złotego w wysokości $\pm 7\%$, które z czasem kilkakrotnie rozszerzono, do poziomu $\pm 15\%$. W ramach uelastyczniania systemu bank centralny ograniczał też swoją obecność na rynku walutowym, czego najwyraźniejszym przejawem była rezygnacja z tzw. sesji *fixingu* w NBP i zmniejszenie skali podejmowanych na rynku interwencji walutowych z 2,4 mld USD¹³ w 1998 r. do zera w 1999 r. W 1999 r., wraz z wprowadzeniem jednolitej waluty europejskiej, zweryfikowano skład koszyka walutowego, który od tego czasu składał się w 55% z euro i w 45% dolara.

Wprowadzenie systemu kursu płynnego w kwietniu 2000 r., które oznaczało zniesienie dewaluacji pełzającej, parytetu centralnego i pasma wahań, stanowiło ostatni etap prowadzonej przez dekadę polityki stopniowego uelastyczniania mechanizmu kursowego. Tabela 7 przedstawia w sposób syntetyczny ewolucję polskiego reżimu kursowego.

¹³ Wszystkie interwencje w tym okresie miały na celu zmniejszenie presji na aprecjacje kursu złotego.

Wykres 4 Kursy złotego względem parytetowego koszyka walut w latach 1997 - 2001



Uwaga: kółkami zaznaczono na wykresie okresy, kiedy wystąpiły minikryzysy.

Źródło: opracowanie własne według danych NBP.

Od momentu obowiązywania relatywnie elastycznego mechanizmu kursowego¹⁴ do tej pory Polska nie doświadczyła kryzysu walutowego, który spełniałby warunki określone w definicjach zaprezentowanych na początku artykułu. Występowały natomiast krótkotrwałe wahania kursu w kierunku deprecjacji, które można określić jako minikryzysy walutowe (patrz tabela 8 oraz wykres 4). W większości przypadków wynikały one z działania efektu zarażania, kiedy na skutek powstania ogniska kryzysowego w krajach z grupy *emerging markets* kapitał odpływał również z Polski. W wielu przypadkach inwestorzy zagraniczni rekompensowali sobie straty poniesione na innych rynkach, sprzedając aktywa w walucie polskiej.

Ponadto, przyczyną spadku kursu złotego były **czynniki wewnętrzne**, które powodowały wzrost ryzyka inwestycji w Polsce, takie jak np. **powódź** w lipcu 1997 r. Wiosną 2000 r. oraz w lipcu 2001 r. znaczenia nabrały również **czynniki o charakterze fundamentalnym** – pogłębienie deficytu obrotów bieżących oraz deficytu budżetowego. W każdym przypadku złoty po okresie osłabienia relatywnie szybko odzyskiwał wartość sprzed korekty i kurs powracał do poprzedniego poziomu. W omawianym okresie obowiązywał już w Polsce elastyczny reżim kursowy – najpierw szerokie pasmo wahań, a następnie kurs płynny. Pozwoliło to bankowi centralnemu spokojnie ocenić sytuację i nie reagować na wahania kursu. W sytuacji utrzymywania się kursu w wyznaczonym paśmie wahań, NBP nie był zobowiązany do podejmowania interwencji na rynku walutowym ani do zmiany stóp procentowych, co musiałby uczynić, gdyby w Polsce obowiązywał kurs stały.

Podsumowanie

Kryzysy walutowe, które wydarzyły się w ostatnim dziesięcioleciu, miały różne przyczyny, jednak ich wspólną cechą było to, że wydarzyły się w warunkach kursu stałego lub silnie stabilizowanego. Najczęściej w następstwie dostosowania kursowego kraje przechodziły na reżim kursu płynnego. Doświadczenia krajów *emerging markets* po upłynięciu kursu mają relatywnie krótką historię, ale dotychczas są pozytywne. Na tym tle nasuwa się wniosek, że jednym z czynników chroniących gospodarkę przed kryzysem walutowym może być reżim kursu płynnego.

Jak jednak wynika z przedstawionych rozważań nie ma jednego, idealnego reżimu kursowego, który rozwiązywałby problemy wszystkich gospodarek oraz chronił przed utratą zaufania do rynku krajowego i pozwalał uniknąć kryzysu walutowego. Dobór optymalnego mechanizmu kursowego w każdym przypadku zależy od ogółu warunków gospodarczych w kraju. Jednocześnie żaden reżim kursowy nie gwarantuje pełnego zabezpieczenia przed kryzysem walutowym.

W teorii kurs płynny powinien eliminować kryzysy walutowe w gospodarce. Jednakże włączone tu założenie o efektywności rynków, które jest nierzeczywiste, już na wstępie sygnalizuje możliwość wystąpienia problemów w działaniu mechanizmu automatycznego stabilizatora. W praktyce rynki nie są efektywne, w wyniku np. asymetrii informacji, co wpływa na zaburzenia w funkcjonowaniu mechanizmu i powoduje jego zakłócenia. Mimo to reżim kursu płynnego znacznie redukuje prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu.

Problemem w interpretacji wyników badań prowadzonych przez różne instytucje są również znaczne rozbieżności między deklarowanym systemem kursowym a faktycznie prowadzoną polityką kursu walutowego. Wydaje się, że wbrew wynikom analiz Międzynarodowego Funduszu Walutowego, dotyczącym podobnej częstotliwości występowania kryzysów walutowych w warunkach zarówno kursu stałego, jak i elastycznego, trudno jest znaleźć miarodajne przykłady kryzysów, które rzeczywiście nastąpiły w warunkach reżimu kursu płynnego. Jedynym przykładem kryzysu walutowego w warunkach kursu płynnego jest Bułgaria. Jednak w tym przypadku kryzys walutowy był następstwem przede wszystkim głębokiego kryzysu we wszystkich sferach gospodarki i słabości prowadzonej polityki makroekonomicznej.

Uniknięcie podobnych jak w Bułgarii głębokich dostosowań kursowych przy reżimie elastycznego kursu walutowego wymaga przejrzystości szeroko rozumianej polityki gospodarczej. Jasność sytuacji i prowadzonych działań oraz szybki przepływ pełnej informacji mają duże znaczenie, szczególnie w kontekście relacji między pożyczającymi – generującymi zadłużenie a pożyczkodawcami – inwestorami. Przejrzystość wszelkich działań i ich wyników pozwala na lepszą i bezpieczniejszą alokację oszczędności, co ma duże znaczenie z punktu widzenia inwestora. Łatwy dostęp do rzetelnej informacji eliminuje zaskoczenie niekorzystnymi informacjami i nagłe dostosowanie wartości waluty krajowej na rynku (podobnie eliminuje zaskoczenie nieoczekiwanymi informacjami, co w konsekwencji wpływa na ograniczenie zmienności kursu).

Duże znaczenie ma również odpowiednie dostosowanie kursu do warunków konkretnej gospodarki, prawidłowo prowadzona polityka makroekonomiczna oraz dobór właściwej polityki zmiany obowiązującego mechanizmu kursowego. Przykłady kryzysów dowodzą, że kraje nie zawsze potrafią dobrać właściwy reżim do warunków swoich gospodarek, nie zawsze też potrafią dokonać w odpowiednim momencie dostosowania po stronie polityki kursowej. Na tym tle doświadczenia Polski oceniane są na świecie bardzo pozytywnie i traktowane przez międzynarodowe instytucje jako przykład doboru odpowiedniego reżimu do warunków gospodarczych oraz właściwej realizacji strategii wyjścia, tj. przejścia od reżimu kursu stałego do kursu w pełni płynnego.

¹⁴ Jako początek analizy arbitralnie przyjęto 1997 r.; wcześniej kurs złotego był silnie stabilizowany w ramach pełzającego pasma wahań, a przedtem obowiązywały odmiany reżimów kursu stałego.

Bibliografia:

1. A. G. Calvo, C. Reinhart: *Fear of Floating*. NBER Working Paper 2000.
2. A. G. Calvo, C. Reinhart: *Fixing For Your Life*. NBER Working Paper 2000.
3. Council on Foreign Relations: *Safeguarding Prosperity in Global Financial System: The Future International Financial Architecture*. 1999.
4. S. Edwards: *Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention*. NBER Working Paper 2001.
5. S. Edwards: *The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange-Rate Regimes*. NBER Working Paper 1996.
6. B. Eichengreen, P. Masson: *Exit Strategies. Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility*. IMF Occasional Paper No 168, 1998.
7. European Commission: *Exchange Rate Strategies for UE Candidates Countries*. 2000.
8. S. Fischer: *Exchange Rate Regimes: Is Bipolar View Correct?* IMF 2001.
9. J. A. Frankel, A. Rose: *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators*. NBER Working Paper 1996.
10. IMF: *Exchange Arrangements and Foreign Exchange Markets*. World Economic and Financial Surveys 2003.
11. E. Levy-Yeyati, F. Sturzenegger: *Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words*. Universidad Torcuato Di Tella, Bussines School 2002.
12. A. Sławiński, M. Dusza: *Kryzysy walutowe w krajach otwierających się na wymianę*. Narodowy Bank Polski 1998, Materiały i Studia, zeszyt nr 70.
13. A. Velasco: *When Are Fixed Exchange Rates Really Fixed?* NBER Working Paper 1996.